

如何看待军工行情的持续性？

报告日期：2025-05-11

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《如何看待银行股大跌及配置价值？—第18周》2025-05-05
2. 策略月报《持盈保泰—2025年5月A股市场研判及配置机会》2025-04-27
3. 策略周报《消费行业轮动，行至何阶段？—第16周》2025-04-20
4. 策略周报《科技是否迎来主线契机，哪些消费行业尚未轮动？—第15周》2025-04-13

主要观点

- 货币政策先行发力，后续关注外贸、消费及房地产等政策对冲，外贸具备韧性但内、外需短期仍承压，市场延续高位震荡。配置上，当前仍需重点配置金融如银行、保险，后续逐步布局成长科技如电子、计算机、传媒、通信。

- 市场观点：高位震荡态势不改

政策逐步落地，需求短期仍然承压，市场仍将延续高位震荡格局不变。4月出口数据超预期，但关税冲击压力仍在，叠加价格数据未现改善，内、外需仍有羸弱预期。政策逐步落地，央行货币政策“先行”，后续财政、产业、就业、社保等各项政策协同配合发力有望逐步落地，如扶持企业出口转内销、继续扩大内需特别是养老育儿等服务消费以及地产调控宽松有望成为重点方向。但在政策明显加码和基本面出现大幅改善前，市场仍将延续震荡态势不变。

市场热点1：近期宏观数据传达出什么信号？4月我国出口数据韧性超出市场预期，但关税冲击压力未来将逐步显现，外需压力后续仍将增大。而CPI、PPI已连续两个月的同比值处于下降趋势，价格未提振，短期内需承压延续。

市场热点2：后续可能出台哪些政策？4月底政治局会议强调政策储备，而随着央行“一揽子”政策推出后，流动性已备足，其余配合政策也将逐步落地。结合当下的政策导向，我们认为未来预计在对扶持企业出口转内销，继续扩大内需特别是养老、育儿等服务消费以及房地产政策等有望进行优化和加码。

- 行业配置：当前重点配置金融，后续逐步布局科技

5月第2周市场上涨，行业层面普涨，其中有事件催化下的军工、通信领涨，整体上金融银行、成长科技涨幅居前，而消费板块出现分化且整体弱势，周期板块持续低迷，基本上符合我们对行业配置的判断即银行保险-成长科技双端平衡。后市展望上，银行成长两端平衡配置仍有必要、正当时：
1) 短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性投资价值的银行、保险。
2) 深度回调后的成长科技具备较强的布局价值，恰逢政策和事件催化，关注电子、计算机、传媒、通信等泛TMT板块。

配置热点1：如何看待本周军工大涨及其持续性？军工板块在印巴冲突事件催化下领涨上涨，引发了国产军工外需出口增加的预期。地缘政治事件对军工行业的影响通常偏短期，和我国关联度越高、时间持续性越长的地缘性热点对军工板块的催化性越持久。短期来看，由于印巴双方于5月10日宣布达成停火协议，其对军工板块行情支撑的持续性有限。长期视角下，随着“十五五”临近，军费增速有望周期性上行，因此可关注低空经济、深海科技、商业航天等具有高频热点的方向。

配置热点2：如何看待通信板块上涨的持续性？特朗普计划取消并修改拜登政府对先进人工智能芯片出口的限制，原定5月15日生效的《人工智能扩散出口管制框架》暂停实施，恰逢中美谈判，该领域被认为是双方谈判的工具，短期内美国抑制的压力有所缓释，触发通信设备上涨。从该事件对成长科技板块尤其是对泛TMT板块的上涨传染性和持续性来看，首先该事件

对通信设备这一细分领域有一定催化作用，但不能像 deepseek 能引发整个行业或产业链的预期，因此催化领域仅局限在通信设备领域很难传染至其他领域。从持续性来看，在缺乏市场整体向上 β 的带动下或强劲催化效率的事件带动下，通常其持续性较弱。

● 风险提示

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美国对华政策出现新的超预期风险等。

正文目录

1 市场观点：高位震荡态势不改	4
1.1 市场热点 1：近期宏观数据传达出什么信号？	4
1.2 市场热点 2：后续可能出台哪些政策？	5
2 行业配置：当前重点配置金融，后续逐步布局科技	6
2.1 配置热点 1：如何看待本周军工大涨及其持续性？	6
2.2 配置热点 2：如何看待通信板块上涨的持续性？	7
2.3 当前重点配置金融，后续逐步布局科技	8
风险提示：	9

图表目录

图表 1 4 月出口增速略有下滑	4
图表 2 集成电路、船舶、汽车对出口增量贡献依然较高	4
图表 3 交通通讯对本月 CPI 拖累较为明显	5
图表 4 PPI 单月环比变化	5

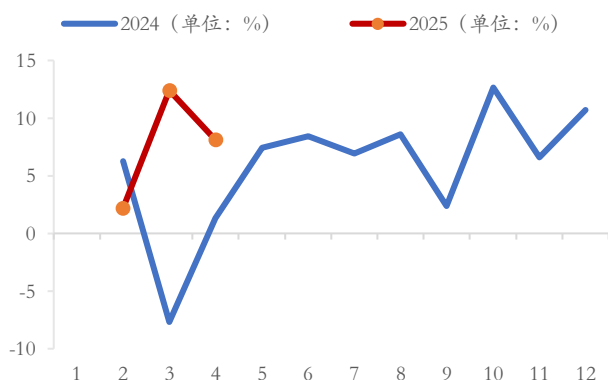
1 市场观点：高位震荡态势不改

1.1 市场热点 1：近期宏观数据传达出什么信号？

我们的观点：4月我国出口数据韧性超出市场预期，但关税冲击压力未来将逐步显现，外需压力后续仍将增大。而CPI、PPI已连续两个月的同比值处于下降趋势，价格未提振，短期内需承压延续。

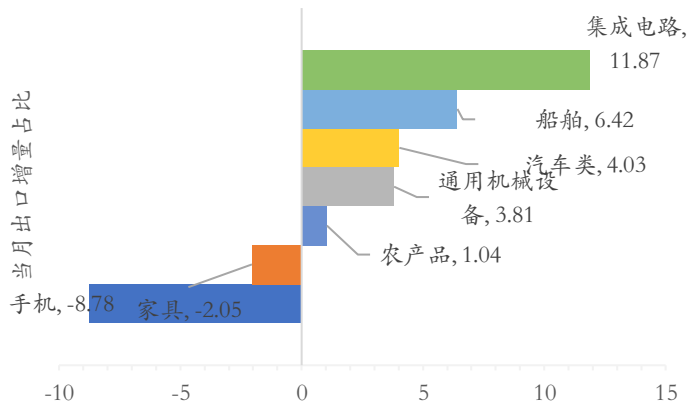
关税扰动下出口仍有韧性，但未来扰动进一步加深，出口面临下行压力。2025年4月出口同比增长8.1%，较前值下降4.3%，好于市场预期。主要源于：一是“抢出口”效应尚未完全结束，4月初的“对等关税”冲击下，美国给予一些国家90天的关税暂缓期，部分企业通过转口贸易进行“抢出口”；二是外需仍有一定韧性。从国别来看，对美出口大幅下降，而对东盟以及日、韩有所改善。其中4月对美出口同比-21.0%，较前值下降30.1%；而对东盟出口同比20.8%，较前值上升9.25%。从品类来看，船舶、集成电路出口同比改善明显，而海外地产链条的出口同比大幅下降。其中4月船舶出口同比36.1%，较前值大幅改善34.1%；集成电路出口同比20.2%，较前值上升12.3%；汽车及底盘出口同比4.4%，较前值上升2.7%。然而海外地产链出口大幅下降，4月灯具出口同比为3.1%，较前值大幅下降25.8%，家电出口同比为-2.9%，较前值下降15.4%，家具出口同比为-7.75%，较前值下降14.9%。进口方面，4月同比下降0.2%，较前值回升4.1个百分点。展望后市，随着关税扰动的影响继续加深，叠加基数效应减弱，5月出口同比增速有可能进一步下滑。

图表1 4月出口增速略有下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表2 集成电路、船舶、汽车对出口增量贡献依然较高

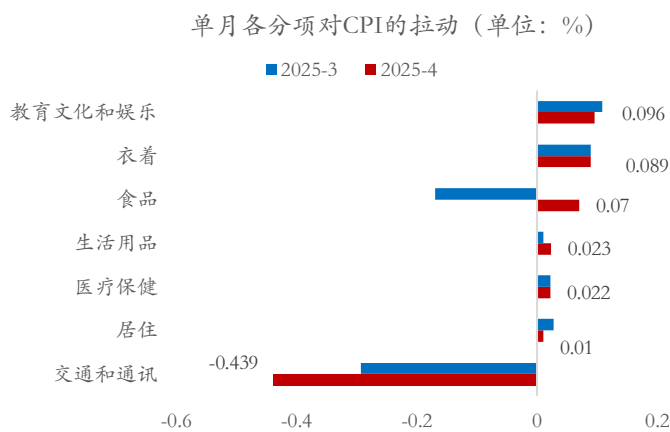


资料来源：Wind，华安证券研究所。

通胀仍未提振，需求不足延续，政策促消费进一步发力概率提升。4月CPI同比-0.1%，持平于前值。从分项来看，其中变动拖累最严重的是燃料，4月同比为-10.2%，

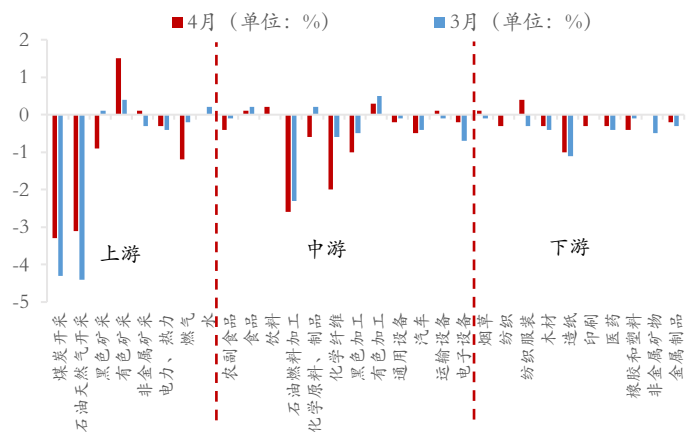
较前值下降 4.5%，主要源于关税导致衰退预期升温，4 月全球油价大跌，同时拖累 CPI 以及 PPI。猪肉 4 月同比为 5.0%，较前值下降 1.7%，主要源于猪肉价格环比继续下行。其中较上月有所改善的是鲜菜，4 月同比为-5.0%，较前值负值收窄 1.8%。4 月 PPI 同比-2.7%，较前值下降 0.2%。从分项来看，变动拖累最严重的是石油天然气开采，4 月同比为-14.2%，较前值下降 5.7%，而改善变动显著的是黑色矿采，4 月同比为-6.30%，较前值收窄 4.6%。值得注意的是有色矿采，连续 6 个月同比持续位于 20%左右、4 月份同比为 19.0%。总体来看，关税扰动下全球衰退预期升温，带动国际大宗尤其是原油价格下降，对我国 4 月的 CPI 及 PPI 均有拖累。此外部分产品出口下降，PPI 进一步承压。展望后市，未来 PPI 的基数仍高，叠加关税的负面效应进一步凸显，价格仍处下行区间。当前内、外需求承压延续，需求端政策进一步发力概率持续提升。

图表 3 交通通讯对本月 CPI 拖累较为明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 PPI 单月环比变化



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1.2 市场热点 2：后续可能出台哪些政策？

我们的观点：4 月底政治局会议强调政策储备，而随着央行“一揽子”政策推出后，流动性已备足，其余配合政策也将逐步落地。结合当下的政策导向，我们认为未来预计在对扶持企业出口转内销，继续扩大内需特别是养老、育儿等服务消费以及房地产政策等有望进行优化和加码。

流动性“先行”，后续政策将持续执行落地。5 月 7 日，央行举行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”发布会，将加大宏观调控的强度，推出一揽子货币政策措施。我们认为“一揽子”政策措施是政策组合发力的开端。美国关税冲击未来仍存在不确定性，而出口预计 5-6 月依然处于下行趋势中，同时价格仍未见提振。内外需承压下，政策继续发力的必要性增大。而根据 4 月底政治局会议的定调及展望，货币政策先行，后续仍有其它政策逐步落地。5 月 9 日央行公布一季度货执报告，强调“通过财政、货币、产业、就业、社保等各项政策协同以及改革举措的协调配合，增强政策

合力”。当前在促消费、稳就业等方面均有发力。结合当下的政策导向，我们认为未来预计在对扶持企业出口转内销，继续扩大内需特别是养老、育儿等服务消费以及房地产政策等进行优化和加码，并且当前已有部分政策落地。其中在扶持企业出口转内销方面，广州近期先后组织“外贸优品和国内采购商对接会”、制定出台支持内外贸一体化政策措施、实施“益企行”企业服务系列行动等政策举措，为外贸企业拓展线上线下渠道，推动政策、服务、生态等方面“一站式”落地发力；在扩大服务消费的内需方面，深圳市商务局推出 2025 年服务企业拓展国内市场系列支持政策；在房地产方面，除了降息并且下调个人住房公积金贷款利率外，金融监管总局还将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，指导金融机构继续保持房地产融资稳定，有效满足刚性和改善性住房需求，强化对高品质住房的资金供给。目前，商业银行审批通过的“白名单”贷款增至 6.7 万亿元，支持了 1600 余万套住宅的建设和交付，为房地产市场止跌回稳提供了重要支撑。预计未来政策在这些方面将进一步加码发力。

2 行业配置：当前重点配置金融，后续逐步布局科技

2.1 配置热点 1：如何看待本周军工大涨及其持续性？

我们的观点：军工板块在印巴冲突事件催化下领涨上涨，引发了国产军工外需出口增加的预期。地缘政治事件对军工行业的影响通常偏短期，和我国关联度越高、时间持续性越长的地缘性热点对军工板块的催化性越持久。短期来看，由于印巴双方于 5 月 10 日宣布达成停火协议，其对军工板块行情支撑的持续性有限。长期视角下，随着“十五五”临近，军费增速有望周期性上行，因此可关注低空经济、深海科技、商业航天等具有高频热点的方向。

本周（5 月 6 日-5 月 9 日）军工板块领涨，以 6.3% 的涨幅位居第一位，细分子行业中，地面兵装、军工电子、航天装备、航空装备、航海装备分别上涨 8.0%、7.4%、6.1%、5.9%、3.9%。

军工板块在印巴冲突的地缘政治事件催化下上涨。近日，印巴两国再起冲突，4 月 22 日，印控克什米尔地区针对游客发生枪击事件，印方认为与巴基斯坦有关，当地时间 5 月 7 日凌晨，巴基斯坦三军新闻网发布声明称，印度向巴基斯坦本土及巴控克什米尔地区的 3 处地点发射导弹，同一时间，印度国防部发布新闻公报证实，印度武装部队发起了代号为“辛杜尔”行动，打击巴基斯坦和巴控克什米尔地区的基础设施，同一天内，巴基斯坦国防部长在电视媒体中表示，巴基斯坦国防部长在电视

媒体中表示，巴基斯坦击落 5 架印度战机，巴基斯坦副总理在当天议会发言表示中国产歼-10C 战机击落了 3 架印度战机，包括 3 架阵风战机，随后被巴基斯坦军方发言人确认，分别为 3 架阵风、1 架米格和 1 架苏-30。5 月 10 日，印度外交秘书在记者会上宣布，印度同意与巴基斯坦达成听火协议，同日巴基斯坦副总理兼外长在社交媒体上表示同意立即停火，至此印巴冲突降温。5 月 7 日当日，申万军工板块高开超 3%，截至当日收盘军工板块上涨 3.7%，地面兵装、军工电子、航天装备、航空装备、航海装备分别大涨 8.0%、7.4%、6.1%、5.9%、3.9%。

印巴冲突引发军品出口需求预期。根据 SIPRI 数据显示，巴基斯坦在 2020-2024 年居于全球武器主要进口国第 5 位，占比达到 4.6%，2015-2019 到 2020-2024 年两个五年的时间段中，巴基斯坦武器进口份额增长了 61%，中国作为其主要供应国的占比在绝对领先位置上再次增长，2015-2019 年从中国进口的武器占 74%，而 2020-2024 年升高至 81%。此次在印巴空战中，巴基斯坦使用中国产歼-10C 表现优异。

短期来看军工板块行情的持续性有限，长期视角下军费增速有望周期性上行，可关注低空经济、深海科技、商业航天等具有高频热点的方向。地缘政治事件对军工行业影响通常而言偏短期，和我国关联度越高、时间持续性越长的地缘性热点对军工板块的催化性越持久，典型的如 2016 年南海仲裁、2017 年的中印对峙等。而此次印巴冲突持续时间有限，5 月 7 日印度发射导弹、冲突升温后于 5 月 10 日双方发表声明表示达成停火协议，核心冲突期仅持续 4 日，后续来看随着重要催化性事件的快速降温，其对军工板块的支撑持续性也较为有限。长期来看，我国军费增速一般跟随五年期规划呈现规律性周期波动，五年规划开年一般军费相对宽松，随着“十五五”规划临近，军费开支有望再次上行，同时由于军工板块受热点催化的特性较为突出，可关注低空经济、深海科技、商业航天等具有高频热点催化的方向。

2.2 配置热点 2：如何看待通信板块上涨的持续性？

我们的观点：特朗普计划取消并修改拜登政府对先进人工智能芯片出口的限制，原定 5 月 15 日生效的《人工智能扩散出口管制框架》暂停实施，恰逢中美谈判，该领域被认为是双方谈判的工具，短期内美国抑制的压力有所缓释，触发通信设备上涨。从该事件对成长科技板块尤其是对泛 TMT 板块的上涨传染性和持续性来看，首先该事件对通信设备这一细分领域有一定催化作用，但并不能像 deepseek 能引发整个行业或产业链的预期，因此催化领域仅局限在通信设备领域很难传染至其他领域。从持续性来看，在缺乏市场整体向上 β 的带动下或强劲催化效率的事件带动下，通常其持续性较弱。

本周（5 月 6 日-5 月 9 日）通信板块上涨 5.0%，居于申万一级行业第 2 位，细分子行业中，通信设备、通信服务分别上涨 6.9%、1.7%。

美国对华 AI 芯片出口管制阶段性缓释，可能作为贸易相关谈判工具。当地时间 5 月 7 日，美国商务部发言人当地时间 7 日表示，美国总统特朗普计划取消并修改拜登政府对先进人工智能 (AI) 芯片出口的限制，其在一份声明中表示，拜登政府关于人工智能的规则过于复杂，特朗普政府将用更简单的进行取代，以确保美国在人工智能领域的主导地位。其中起到的过于复杂的规则为 2025 年 1 月美国政府发布的《人工智能扩散出口管制框架》，其将 AI 芯片出口的国家分为三级，第一层级的 10 余个国家及地区可无限制购买；第二层级的约 120 个国家每年有采购上限；第三层级的“重点关注”国家则被全面禁止出口高端人工智能芯片，其中第三层要求被禁止全面出口的国家包括中国、俄罗斯以等 22 个国家和地区。《人工智能扩散出口管制框架》原定于 5 月 15 日生效，美国商务部发言人表示将修改规则后这一新政将暂停落实。受相关管制阶段性放松影响，5 月 8 日通信设备等算力硬件相关板块上涨，当日中际旭创收涨 11.4%。同时援引中国新闻网报道，在放弃原有协议后，特朗普政府或将通过与各国政府谈判签署“政府间许可协议”来决定出口配额，芯片管制可能会成为中美贸易谈判的重要议题。北京周报援引外交部消息，国务院副总理何立峰于 5 月 9 日至 12 日访问瑞士，期间将与美国财长贝森特举行会谈，后续是否就双方关税、以及 AI 等其他领域达成阶段性协议需要保持密切关注。

成长科技板块已具备一定配置契机，通信安全边际相较于其余泛 TMT 行业而言相对较高。近期我们持续强调，2 月以来成长科技板块，尤其是 AI、机器人方向深度回调，2 月 1 日至 4 月 30 日期间，电子、计算机、传媒、通信最大跌幅分别为 23.0%、25.0%、21.4%、24.3%。复盘自 2023 年下半年以来泛 TMT 出现过的 3 次较大的阶段性调整可得出较明显的经验性规律是，若泛 TMT 板块进入 AI 重磅催化剂拔估后的阶段性估值消化期，电子、通信跌幅相对较小，电子通常在 15-30%，通信通常在 20-25%，而传媒、计算机调整幅度通常在 30-35%。本轮和近三次泛 TMT 板块调整幅度对比来看，泛 TMT 板块继续下跌的空间整体已经较为有限。无论是完整区间维度还是某一阶段性维度，估值都是 TMT 行情涨跌的最重要驱动力，即估值变动可以非常契合的解释 TMT 行情的变动。泛 TMT 板块的历史行情中，都体现出来了各自的拔估值行情所对应的估值百分位天花板将整体随着轮次的推进而下降的趋势，总结而言，计算机、通信、传媒的估值百分位天花板分别为 90%、70%、80% 左右，电子的估值百分位天花板在 70-75% 左右。截至 2025 年 5 月 9 日，计算机、传媒、通信、电子自 2010 年至今的估值百分位分别为 92.8%、50.3%、8.7%、59.8%，截面来看通信板块当前估值百分位远低于天花板水平，相较于泛 TMT 板块中的其他行业而言安全边际更好，比较优势相对突出。

2.3 当前重点配置金融，后续逐步布局科技

5 月第 2 周市场上涨，行业层面普涨，其中有事件催化下的军工、通信领涨，整

体上金融银行、成长科技涨幅居前，而消费板块出现分化且整体弱势，周期板块持续低迷，基本上符合我们对行业配置的判断即银行保险-成长科技两端平衡。后市展望上，银行成长两端平衡配置仍有必要、正当时。

第一条主线是短期稳健型配置需求增加同时具备中长期战略性投资价值的银行保险。一方面，5月市场有望继续维持震荡，尤其当前位置上继续上涨动能较弱，因此银行保险等权重股具备稳健型配置价值和稳市特性。二方面《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》中诸多举措都有力提升银行保险的中长期投资价值。三方面近期证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，其中重视业绩基准对投资行为的约束，此举有利于低配行业的资金回归，而银行保险是典型的低配行业。

第二条主线是深度回调后的成长科技具备较强的布局价值，恰逢政策和事件催化，关注电子、计算机、传媒、通信等泛TMT板块。2月底以来成长科技板块，尤其是AI、机器人方向深度回调，指数调整幅度普遍在25%以上。而近日出现催化剂，如政治局会议集体学习人工智能等。深跌+催化为成长科技板块带来良好的配置契机。

风险提示：

后续国内政策落地节奏和力度不及预期；市场对国内经济基本面预期持续恶化；美股演绎持续性调整；美国对华政策出现新的超预期风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。